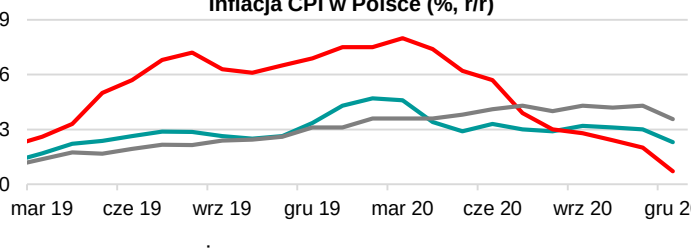


W tym tygodniu

- 
W środę odbędzie się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. W świetle opublikowanego w ubiegłym tygodniu pełnego wywiadu z prezesem NBP A. Głapińskim (patrz poniżej) najprawdopodobniej nie przyniesie ono zmian w polityce monetarnej i stopa referencyjna zostanie utrzymana na dotychczasowym poziomie (0,10%). Oczekujemy, że w komunikacie po posiedzeniu zwrócona zostanie uwaga na zbyt mocny, w ocenie Rady, kurs złotego. W komunikacie mogą się również pojawić informacje dotyczące aktywności NBP na rynku walutowym w ostatnich tygodniach. Uważamy, że publikacja komunikatu nie spotka się z reakcją rynków finansowych.
- 
W środę poznamy dane nt. polskiego bilansu płatniczego w listopadzie. Oczekujemy zmniejszenia salda na rachunku obrotów bieżących do 2154 mln EUR wobec 2241 mln EUR w październiku, będącego wynikiem przede wszystkim niższego salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że dynamika eksportu zwiększyła się w listopadzie do 6,2% r/r wobec 3,7% w październiku, a dynamika importu wzrosła do 3,7% wobec -3,5%. W kierunku zwiększenia dynamik importu i eksportu oddziaływały korzystne efekty kalendarzowe. Naszym zdaniem dane o bilansie płatniczym będą neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- 
W piątek opublikowane zostaną finalne dane o grudniowej inflacji w Polsce. Dostrzegamy niewielkie ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane nieznacznie w górę względem wstępnego szacunku (2,3% r/r – patrz poniżej). Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.

Inflacja CPI w Polsce (% r/r)



Źródło: GUS, Credit Agricole
- 
W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA. Oczekujemy, że inflacja ogółem zwiększyła się w grudniu do 1,3% r/r wobec 1,2% w listopadzie, co wynikało z wyższej dynamiki cen nośników energii. W czwartek poznamy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Zgodnie z konsensem wyniesie ona 785 tys. wobec 787 tys. tydzień temu. Oczekujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w grudniu o 0,3% m/m wobec spadku o 1,1% w listopadzie i powróciła tym samym do swojego długookresowego trendu. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się w grudniu o 0,5% m/m wobec wzrostu o 0,4% w listopadzie, co byłoby efektem wyższej produkcji w przetwórstwie. W piątek poznamy wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zgodnie z naszą prognozą zwiększył się w styczniu do 81,5 pkt. wobec 80,7 pkt. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z USA na złotego i rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.
- 
W czwartek opublikowane zostaną dane o bilansie handlowym w Chinach. Zgodnie z konsensem rynkowym jego saldo zmniejszyło się do 70,0 mld USD w grudniu wobec 75,4 mld USD w listopadzie. Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się w grudniu do 15,0% r/r wobec 21,1% w listopadzie, a dynamika importu wzrosła do 5,0% wobec 4,5%. Spadek dynamiki eksportu potwierdzi tym samym spowolnienie w światowym handlu związane z nasilającymi się sygnalizowanymi w badaniach koniunktury ograniczeniami podażowymi, które w części związane są z drugą falą pandemii. Publikacja danych będzie neutralna dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

- 
W ubiegłym tygodniu w Obserwatorze Finansowym ukazał się pełny wywiad z prezesem NBP A. Głapińskim nt. perspektyw w polityce pieniężnej w Polsce, którego opublikowane

wcześniej fragmenty analizowaliśmy w ubiegłotygodniowej MAKROmapie (por. MAKROmapa z 04.01.2021). A. Glapiński przedstawił stanowisko, zgodnie z którym w warunkach niewystarczającej, w jego ocenie, deprecjacji złotego w reakcji na kryzys związany z pandemią prowadzona w Polsce polityka pieniężna jest mniej skuteczna w łagodzeniu jego ekonomicznych skutków. W konsekwencji od grudnia 2020 r. NBP interweniuje na rynku walutowym w celu osłabienia złotego i wzmocnienia wpływu rozluźnienia polityki pieniężnej przez RPP na polską gospodarkę. Jednocześnie pełna wersja wywiadu rzuciła nowe światło na opublikowany wcześniej fragment sugerujący obniżkę stóp procentowych w I kw. A. Glapiński uzależnia obniżenie stóp procentowych od dalszego pogorszenia się perspektyw gospodarczych ze względu na ewentualną trzecią falę pandemii, które znalazłoby odzwierciedlenie w marcowej projekcji makroekonomicznej NBP. Ostatnie zmiany w sposobie komunikacji NBP z rynkiem (publikacja fragmentu wywiadu, którego wydźwięk jest inny niż pełnego wywiadu) sugeruje, że przewidywalność polityki pieniężnej w Polsce w ostatnim czasie się istotnie obniżyła i przyszła ścieżka stóp procentowych NBP charakteryzuje się znaczącą niepewnością. Nadal podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą NBP połączy swoje interwencje walutowe z obniżką stopy referencyjnej o 0,10 pkt. proc. do 0,00% w I kw. 2021 r. Niemniej uwzględniając opublikowany w ubiegłym tygodniu pełny wywiad z prezesem NBP uważamy, że nastąpi ona najprawdopodobniej dopiero w marcu, a nie w styczniu, jak wcześniej oczekiwaliśmy.

✓ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce obniżyła się w grudniu do 2,3% r/r wobec 3,0% w listopadzie, kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (2,6%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (0,7% r/r w grudniu wobec 2,0% w listopadzie) oraz nośników energii (4,6% wobec 4,7%), podczas gdy przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen paliw (-8,4% wobec -9,2%). Szacujemy, że inflacja bazowa obniżyła się w grudniu do 3,6% r/r wobec 4,3% w listopadzie. Określenie dokładnych przyczyn wyraźnie niższej od naszych oczekiwań inflacji będzie możliwe dopiero wraz z publikacją szczegółowej struktury danych przewidzianą na 15 stycznia. Ubiegłotygodniowe dane stanowią nieznaczne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja w 2021 r. wyniesie 2,6% r/r wobec 3,4% w 2020 r.

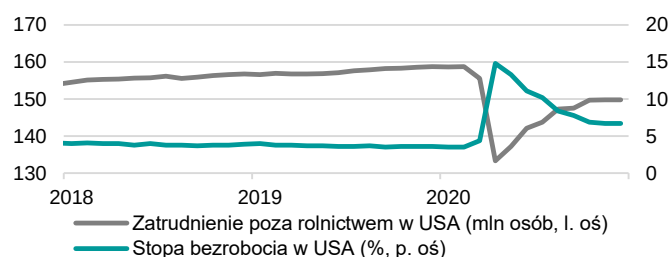
✓ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła -0,3% r/r, kształtując się poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (-0,2%).** Na stabilizację inflacji złożyły się wyższa dynamika cen nośników energii i usług oraz niższa dynamika cen żywności i dóbr przemysłowych. Inflacja bazowa nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada, października i września i wyniosła -0,2% r/r, od czterech miesięcy pozostając na najniższym poziomie w historii. W kolejnych miesiącach oczekujemy wzrostu inflacji, niemniej w horyzoncie 12 miesięcy nie przekroczy ona poziomu 1,4% r/r. Prognozujemy, że w całym 2021 r. inflacja ogółem w strefie euro zwiększy się do 0,8% r/r wobec 0,3% w 2020 r., a w 2022 r. wzrośnie do 1,0% r/r. Niska oczekiwana inflacja w strefie euro będzie czynnikiem ograniczającym presję inflacyjną w Polsce w 2021 r.

✓ **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostało Minutes z grudniowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami nie dostarczyło ono nowych istotnych informacji z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej w USA (por. MAKROmapa z 04.01.2020). Zapis dyskusji podczas posiedzenia sugeruje, że członkowie FOMC uznają obecny kształt polityki pieniężnej za właściwy. Członkowie FOMC uważają, że zastosowane przez FED instrumenty polityki monetarnej stanowią wystarczające wsparcie dla amerykańskiej gospodarki do czasu, kiedy masowe szczepienia znajdą odzwierciedlenie w ożywieniu aktywności gospodarczej. Zapis dyskusji wskazuje, że wszyscy członkowie FOMC poparli sposób komunikacji perspektyw prowadzonego przez FED programu luzowania ilościowego (tzw. *forward guidance*). Zgodnie treścią komunikatu po grudniowym posiedzeniu FED Rezerwa Federalna będzie kontynuować skup aktywów w skali 120 mld USD miesięcznie (z czego 80 mld stanowić będą zakupy obligacji,

a 40 mld USD zakupy MBS – mortgage-backed securities) „aż do momentu, kiedy nastąpi znaczący, dalszy postęp na drodze do osiągnięcia maksymalnego poziomu zatrudnienia i celu inflacyjnego”. Niemniej treść *Minutes* nie doprecyzowała, co dokładnie należy rozumieć przez „znaczący, dalszy postęp”. Nie stanowi to jednak zaskoczenia w świetle konferencji prasowej po grudniowym posiedzeniu FOMC, podczas której prezes FED J. Powell zwrócił uwagę, że takie niejednoznaczne sformułowanie zostało użyte celowo, aby nie ograniczać swobody działania Rezerwy Federalnej. Zgodnie z treścią *Minutes* wszyscy członkowie FOMC są zgodni co do bieżącego tempa skupu aktywów, większość opowiada się za utrzymaniem jego obecnej struktury, podczas gdy kilku członków uważa, że należy zwiększyć udział papierów skarbowych o dłuższych terminach zapadalności. Uważamy, że zwiększenie udziału papierów o dłuższych terminach zapadalności w strukturze skupowanych przez FED aktywów pozostaje rozważaną przez członków FOMC opcją, szczególnie w kontekście ewentualnego wyhamowania ożywienia gospodarczego i nowych restrykcji administracyjnych związanych z pandemią, niemniej uwzględniając treść *Minutes* perspektywa jej wprowadzenia jest odległa. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym stopy procentowe w USA pozostaną na obecnym poziomie co najmniej do końca 2023 r.

➤ **Zgodnie z wynikami drugiej tury wyborów do Senatu w USA po 50 miejsc w izbie wyższej mają zarówno Demokraci jak i Republikanie.** Tym samym Demokraci uzyskali przewagę w Senacie, gdyż w warunkach remisu w głosowaniu głos rozstrzygający będzie miała wiceprezydent elekt USA K. Harris. Uważamy, że kontrola Demokratów nad dwiema izbami Kongresu będzie pozytywna dla krótkookresowych perspektyw ożywienia gospodarczego w USA, co wynikać będzie z większej skali stymulacji fiskalnej. W konsekwencji w reakcji na wyniki wyborów doszło do wzrostu apetytu na ryzykowne aktywa, co sprzyja dalszemu osłabieniu dolara. Jednocześnie oczekiwana przez inwestorów większa skala stymulacji fiskalnej jest pozytywna dla rentowności amerykańskich obligacji, ponieważ łagodniejsza polityka fiskalna zmniejsza potrzebę silniejszego rozluźniania polityki pieniężnej. Ubiegłotygodniowe zamieszki na Kapitolu nie miały istotnego wpływu na rynki finansowe.

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zmniejszyła się do 787 tys. wobec 790 tys. dwa tygodnie temu, co było lekko poniżej oczekiwań rynku (800 tys.). Obniżyła się również liczba kontynuowanych wniosków (z 5,2 mln do 5,1 mln), co w znacznym stopniu wynikało jednak z utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem, które obniżyło się w grudniu o 140 tys. wobec wzrostu o 336 tys. w listopadzie (rewizja w górę z 245 tys.), kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (100 tys.). Spadek zatrudnienia był wcześniej sygnalizowany przez raport ADP (-123 tys. w grudniu wobec 304 tys. w listopadzie). Najsilniej zatrudnienie spadło w turystyce i rekreacji (-498 tys.), co wskazuje na wpływ drugiej fali pandemii na amerykański rynek pracy. Jest to dział charakteryzujący się relatywnie niskimi wynagrodzeniami, co znalazło odzwierciedlenie w silnym wzroście rocznej dynamiki wynagrodzeń (5,1% r/r w grudniu wobec 4,4% w listopadzie). Warto przy tym zauważyć, że poza turystyką i rekreacją pozostałe działy pozostają relatywnie odporne na drugą falę zachorowań. Stopa bezrobocia nie zmieniła się w grudniu w porównaniu do listopada i wyniosła 6,7%, podobnie jak współczynnik aktywności zawodowej, który wyniósł 61,5%. Grudniowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, w połączeniu z danymi o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych wskazują, że druga fala pandemii wyraźnie wyhamowała poprawę sytuacji na amerykańskim rynku pracy, który nadal



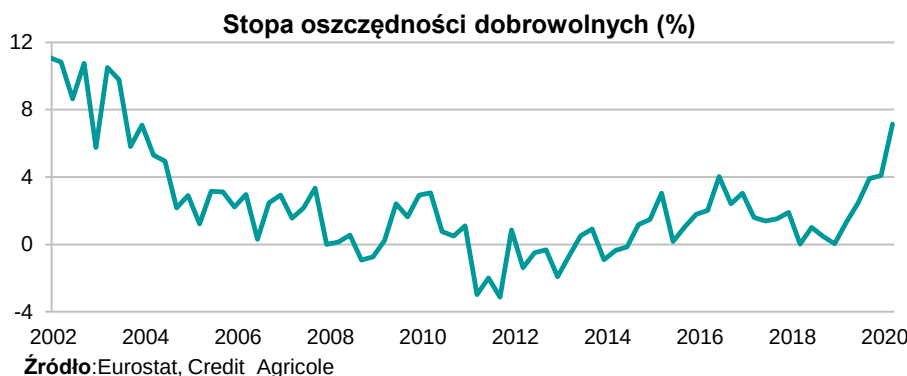
Źródło: Datastream, Credit Agricole

znajduje się daleko od poziomu równowagi. Indeks ISM dla przetwórstwa zwiększył się w grudniu do 60,7 pkt. wobec 57,4 pkt. w listopadzie, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (56,6 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów wszystkich 5 jego składowych (dla czasu dostaw, bieżącej produkcji, zatrudnienia, nowych zamówień oraz zapasów). Warto jednak zwrócić uwagę, że wyższy wkład składowej dla czasu dostaw (jego wydłużenie) nie świadczy wyłącznie o poprawie koniunktury, lecz zgodnie z komunikatem jest również efektem zakłóceń w łańcuchach dostaw. W znacznym stopniu wynikają one z przebywania pracowników na kwarantannie oraz narastających zatorów logistycznych. Wzrost odnotował również indeks ISM poza przetwórstwem, który zwiększył się w grudniu do 57,2 pkt. wobec 55,9 pkt., kształtując się powyżej oczekiwań rynku (54,6 pkt.). Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 4 jego składowych (dla czasu dostaw, bieżącej aktywności, nowych zamówień), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowej dla zatrudnienia. Podobnie jak w przypadku indeksu ISM dla przetwórstwa, wyższy wkład składowej dla czasu dostaw nie świadczy o poprawie koniunktury, lecz wynika z zakłóceń w łańcuchach dostaw. Jest to związane z tym, że niektóre usługi zamawiane przez firmy nie mogły być świadczone w warunkach ponownego wzrostu liczby zakażeń. Ubiegłotygodniowe dane z amerykańskiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w USA zmniejszy się w 2020 r. o 3,6% wobec wzrostu o 2,3% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 3,1%.

 **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy ważne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w listopadzie o 0,9% m/m wobec wzrostu o 3,4% w październiku, kształtując się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (0,7%). Zmniejszenie dynamiki produkcji przemysłowej wynikało z niższej dynamiki produkcji we wszystkich jej kategoriach (przetwórstwie, energetyce i budownictwie). Mimo kolejnego wzrostu w ujęciu miesięcznym produkcja przemysłowa w Niemczech pozostaje nadal niższa (o ok. 4%) niż w lutym, czyli w ostatnim miesiącu przez silnym wpływem pandemii na niemiecki przemysł. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. nowych zamówień w niemieckim przetwórstwie, które zwiększyły się w listopadzie o 2,3% m/m wobec wzrostu o 3,3% w październiku, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-1,2%). Obniżenie tempa wzrostu zamówień wynikało z niższej dynamiki zarówno zamówień krajowych jak i zagranicznych. Warto przy tym odnotować, że mimo spadku dynamiki zarówno zamówienia krajowe jak i zagraniczne zwiększyły się w ujęciu miesięcznym. Głównym źródłem wzrostu zamówień zagranicznych były wyższe zamówienia ze strefy euro, podczas gdy wzrost zamówień spoza obszaru wspólnej waluty był marginalny. Dane o zamówieniach wskazują, że niemieckie przetwórstwo w listopadzie pozostawało odporne na drugą falę pandemii, radząc sobie lepiej niż oczekiwał tego rynek. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wysoki poziom zamówień, który w listopadzie był o 4% wyższy niż w lutym, czyli przed wybuchem pandemii. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane nt. niemieckiego handlu zagranicznego, którego nadwyżka zmniejszyła się w listopadzie do 16,4 mld EUR wobec 18,2 mld EUR w październiku. Jednocześnie wzrost odnotowała zarówno dynamika eksportu (2,2% m/m w listopadzie wobec 1,0% w październiku) jak i importu (4,7% wobec 0,5%). Dynamiki eksportu oraz importu, wskazujące na wzrost obrotów handlu zagranicznego w Niemczech mimo drugiej fali pandemii, ukształtowały się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (odpowiednio 0,8% i 0,4%). Ubiegłotygodniowe dane z niemieckiej gospodarki nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w Niemczech zmniejszy się w 2020 r. o 5,7% wobec wzrostu o 0,6% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 2,5%.



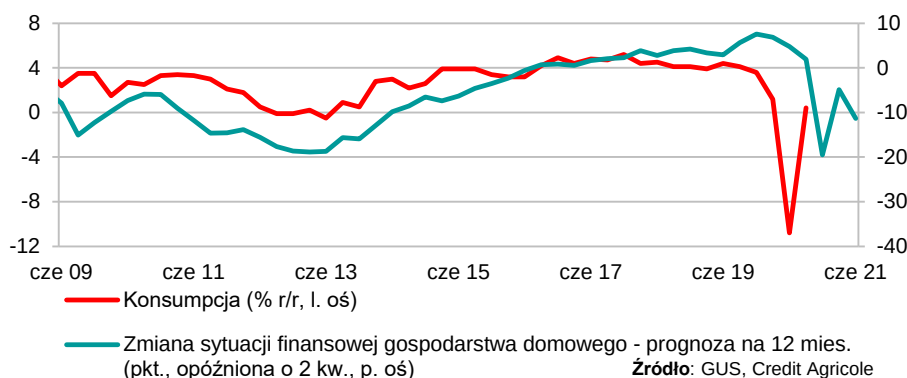
Jak silny będzie efekt odłożonego popytu w 2021 r.?



Zgodnie z danymi Eurostatu stopa oszczędności dobrowolnych (oszczędności brutto skorygowane w dół z tytułu transferów do OFE) utrzymywała się w Polsce w trendzie wzrostowym od końca 2018 r. do I kw. 2020 r. Dane za kolejne okresy nie są dostępne, jednak wyniki badań koniunktury sygnalizują dalsze zwiększenie stopy oszczędności w pozostałych

miesiącach 2020 r. Poniżej przedstawiamy przyczyny wzrostu skłonności gospodarstw domowych oraz analizujemy jego wpływ na kształtowanie się konsumpcji w kolejnych kwartałach.

Tendencja do wzrostu stopy oszczędności w 2020 r. jest związana bezpośrednio z wybuchem pandemii COVID-19. Badania przeprowadzone przez EBC dla strefy euro wskazują, że akumulacja oszczędności została w dużej mierze „wymuszona” – brakiem dostępności usług z uwagi na obostrzenia, zamknięciem galerii, czy też ograniczeniem skłonności do konsumpcji niektórych usług i towarów z uwagi na obawy przed zarażeniem się. Z kolei motyw przecznościowy (wynikający z niepewności co do przyszłej sytuacji finansowej) odgrywał znikomą rolę we wzroście oszczędności. Można zakładać, że podobne tendencje odnotowaliśmy również w Polsce.



Kluczową kwestią jest odpowiedź na pytanie, jak gospodarstwa domowe spożytkują te „wymuszone” oszczędności po wygaśnięciu pandemii COVID-19 i jaki będzie to miało wpływ na kształtowanie się konsumpcji w kolejnych kwartałach. W tym kontekście ważne jest kształtowanie się wskaźników koniunktury GUS. W przypadku indeksu „zmiana sytuacji finansowej gospodarstwa domowego – prognoza na 12 miesięcy” można zaobserwować zależność wyprzedzającą w stosunku do dynamiki spożycia prywatnego (por. wykres). Warto zwrócić uwagę, że po znaczącym pogorszeniu się nastrojów wraz z wybuchem epidemii, wspomniany wskaźnik koniunktury nie powrócił do poziomów obserwowanych przed kryzysem. Oznaczałoby to, że ożywienie konsumpcji w I poł. br. będzie ograniczone. Taka ocena jest spójna z niepewnością dotyczącą dalszego przebiegu epidemii, w tym ryzykiem wystąpienia kolejnej fali zachorowań na początku br., która będzie ograniczać skłonność gospodarstw domowych do konsumpcji. Ponadto, zgodnie z naszymi prognozami (por. tabela kwartalna), w br. odnotujemy spowolnienie wzrostu realnego funduszu płac w wyniku zamrożenia wynagrodzeń pracowników sfery budżetowej, co będzie czynnikiem hamującym ożywienie spożycia prywatnego.

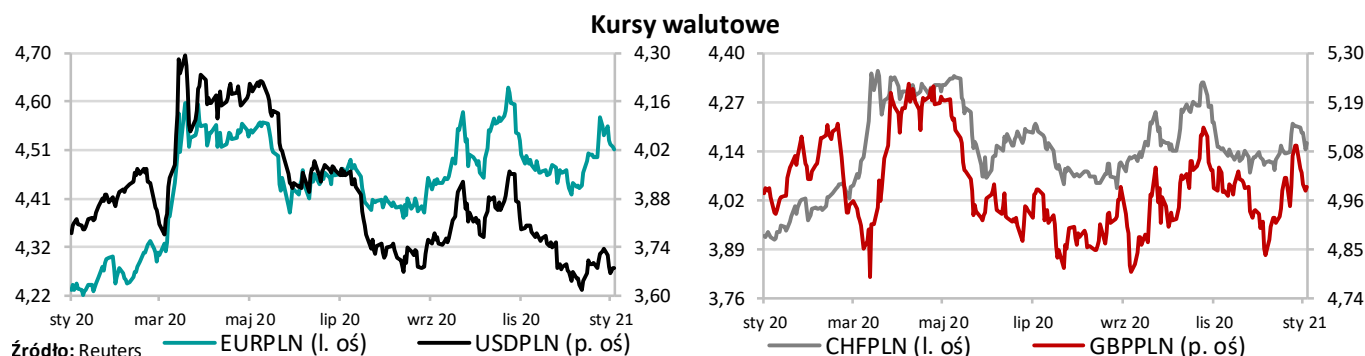
W rezultacie nie oczekujemy materializacji scenariusza, w którym w br. wraz ze stopniowym znoszeniem obostrzeń nastąpi gwałtowny wzrost konsumpcji finansowanej z nagromadzonych w ub. r. oszczędności. Obostrzenia w Polsce miały przerywany charakter, tj. przyjmowały postać naprzemiennego zamrażania i odmrażania gospodarki. Za każdym razem obserwowaliśmy zwiększoną aktywność zakupową przed ich

W rezultacie nie oczekujemy materializacji scenariusza, w którym w br. wraz ze stopniowym znoszeniem obostrzeń nastąpi gwałtowny wzrost konsumpcji finansowanej z nagromadzonych w ub. r. oszczędności. Obostrzenia w Polsce miały przerywany charakter, tj. przyjmowały postać naprzemiennego zamrażania i odmrażania gospodarki. Za każdym razem obserwowaliśmy zwiększoną aktywność zakupową przed ich

planowanym wprowadzeniem oraz realizację odłożonego popytu niezwłocznie po ich zakończeniu. Takie tendencje sygnalizują ograniczoną skłonność do odkładania konsumpcji na wiele miesięcy w przyszłość. Ponadto, należy również zwrócić uwagę, że w III kw. 2020 r., tj. okresie, w którym obowiązywały tylko niewielkie ograniczenia administracyjne, nie odnotowano znaczącego ożywienia konsumpcji. Jej wzrost wyniósł tylko 0,4% r/r, co oznacza iż gospodarstwa domowe nie zwiększają w znaczącym stopniu swoich wydatków w warunkach zniesienia obostrzeń.

Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki oczekujemy, że odsezonowany poziom konsumpcji ukształtuje się w II kw. br. na poziomie zbliżonym do obserwowanego przed wybuchem pandemii (tj. IV kw. 2019 r.). Prognozujemy, że dynamika konsumpcji w ujęciu rok do roku będzie wyraźnie dodatnia w II kw. z uwagi na efekty niskiej bazy i wyniesie 7,1%. Oczekujemy, że średniorocznie wzrost spożycia prywatnego wyniesie 3,3% w br. wobec spadku o 3,2% w 2020 r. Należy jednocześnie zwrócić uwagę, że w przypadku ewentualnej materializacji scenariusza, w którym konsumpcja przyspieszy silniej od naszych oczekiwań, wpływ większego spożycia na wzrost PKB będzie ograniczony. Uważamy bowiem, że odłożony popyt finansowany oszczędnościami zmaterializuje się głównie w zakresie dóbr i usług, które są w dużej mierze importowane (np. dobra trwałego użytku, wakacje zagraniczne), co ograniczy jego pozytywny wpływ na PKB. Tym samym podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu gospodarczego na 2021 r. na poziomie 3,6% r/r.

Posiedzenie RPP kluczowe dla złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,5100 (umocnienie złotego o 0,6%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w trendzie spadkowym, co związane było ze spadkiem światowej awersji do ryzyka. Wyższemu popytowi na ryzykowne aktywa sprzyja uruchomienie programów masowych szczepień na COVID-19 w najważniejszych gospodarkach, a także oczekiwania inwestorów na większą skalę stymulacji fiskalnej w USA ze względu na przejęcie przez Demokratów kontroli nad Senatem. W czwartek złoty kilkukrotnie przejściowo spadł poniżej poziomu 4,50 za euro. Dalsza aprecjacja polskiej waluty poniżej tego poziomu była najprawdopodobniej hamowana przez interwencje walutowe NBP.

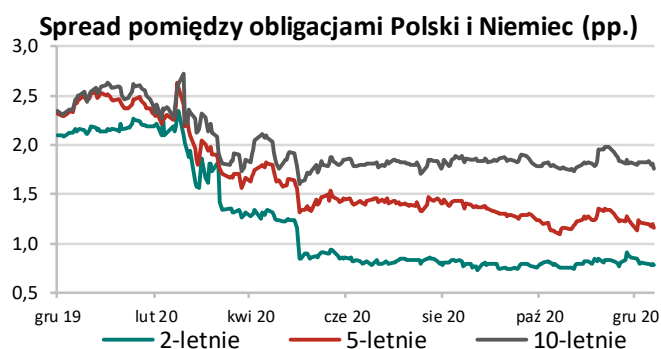
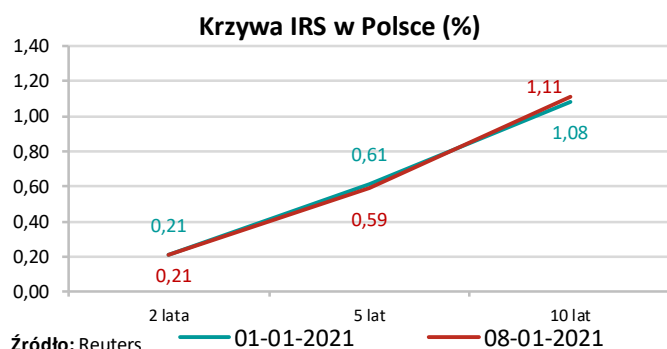
W pierwszej części tygodnia obserwowane było dalsze osłabienie dolara względem euro. Deprecjacji dolara sprzyjało obniżenie światowej awersji do ryzyka. Zamieszki na Kapitolu nie miały istotnego wpływu na kurs dolara. W drugiej części tygodnia doszło do korekty i umocnienia dolara.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie posiedzenie RPP. Uważamy, że nie będzie miało ono istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Neutralne dla złotego będą także krajowe dane o bilansie płatniczym i inflacji. Bez istotnego wpływu na kurs polskiej waluty będą najprawdopodobniej również dane z USA (inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan) oraz Chin (bilans handlowy). Istotnym czynnikiem wpływającym na kurs złotego w tym tygodniu mogą być informacje nt. pakietu fiskalnego w USA. Jeśli będą wskazywać one na realizację

zapowiedzi Demokratów dotyczące większej skali stymulacji fiskalnej, można oczekiwać spadku awersji do ryzyka i zwiększonej presji na umocnienie złotego.

Oczekujemy, że w tym tygodniu kurs EURPLN będzie kształtował się w przedziale 4,50-4,55. Jednocześnie uważamy, że w przypadku rosnącej presji na aprecjację złotego możliwe są kolejne interwencje walutowe NBP.

Posiedzenie RPP w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS wyniosły 0,21 (brak zmian), 5-letnie zmniejszyły się do 0,59 (spadek o 2pb), a 10-letnie zwiększyły się do 1,11 (wzrost o 3pb). W ubiegłym tygodniu stawki IRS były stabilne. Ich niskiej zmienności sprzyjały obniżone obroty ze względu na święto Trzech Króli, a także ograniczona aktywność inwestorów w oczekiwaniu na posiedzenie RPP. Publikacja pełnego wywiadu z prezesem NBP A. Głapińskim miała ograniczony wpływ na krzywą. Niemniej niepewność związana z perspektywami polityki pieniężnej w Polsce była czynnikiem hamującym wzrost rentowności polskich obligacji w ślad za rynkami bazowymi.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie RPP. Naszym zdaniem nie będzie miało ono znaczącego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą także krajowe dane o bilansie płatniczym i inflacji, dane z USA (inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, wstępny indeks Uniwersytetu Michigan), a także informacje dotyczące rozmiarów pakietu stymulacyjnego w USA przygotowywanego przez Partię Demokratyczną.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20	wrz 20	paź 20	lis 20	gru 20	sty 21
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Kurs EURPLN*	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,60	4,47	4,55	4,50
Kurs USDPLN*	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00	3,95	3,74	3,68	3,86	3,95	3,75	3,73	3,72
Kurs CHFPLN*	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,13	4,21	4,16
Inflacja CPI (r/r, %)	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,1	3,0	2,6	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,2	4,3	3,9	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,8	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,7	1,0	5,5	10,0	
Inflacja PPI (r/r, %)	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,4	-0,4	-0,2	-0,2	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-2,1	-5,3	-0,6	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,7	4,9	4,5	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,2	-1,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,3	
Saldo ROB (mln EUR)	73	2756	1100	805	772	2028	3811	1012	1275	1072	2241	2154		
Eksport (r/r, %, EUR)	10,8	4,9	8,0	-6,6	-29,3	-19,6	2,6	1,7	2,5	4,6	3,7	6,2		
Import (r/r, %, EUR)	0,7	3,9	0,9	-3,9	-28,4	-28,2	-10,3	-4,4	-4,9	1,5	-3,5	3,7		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik		2020				2021				2020	2021	2022
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)		1,9	-8,4	-1,5	-4,2	-1,0	6,9	4,0	4,4	-3,1	3,6	4,9
Konsumpcja (% r/r)		1,2	-10,8	0,4	-4,0	0,0	7,1	3,5	3,1	-3,2	3,3	4,1
Inwestycje (% r/r)		0,9	-10,7	-9,0	-10,5	-7,2	5,4	6,0	6,3	-8,3	3,6	8,2
Eksport (ceny stałe, %, r/r)		2,0	-14,5	2,0	0,5	3,5	9,0	4,5	5,4	-2,5	5,5	8,3
Import (ceny stałe, %, r/r)		0,4	-18,0	-1,0	2,0	3,0	9,1	3,8	3,4	-4,1	4,6	8,9
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,8	-6,2	0,2	-2,0	0,0	3,9	2,1	1,6	-1,9	1,9	2,3
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-1,7	-2,7	-0,9	0,9	1,0	1,5	-1,5	0,6	1,4
	Eksport netto (pp.)	0,9	1,1	1,7	-0,7	0,5	0,7	0,6	1,2	0,7	0,8	0,0
	Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,0	2,3	3,1	2,9	2,4	2,2	2,5	2,7	2,9	2,7	2,3
Stopa bezrobocia (%)**		5,4	6,1	6,1	6,3	6,3	5,7	5,4	5,6	6,3	5,6	5,2
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)		0,7	-1,8	-0,7	-0,5	0,0	1,8	0,7	0,5	-0,6	0,8	0,4
Wynagrodzenia w GN (% r/r)		7,7	3,8	4,8	4,0	2,8	3,3	3,0	3,1	5,1	3,1	5,8
Inflacja CPI (%)*		4,5	3,2	3,0	2,9	2,2	2,8	2,7	2,8	3,4	2,6	2,2
Wibor 3-miesięczny (%)**		1,17	0,26	0,22	0,21	0,12	0,12	0,12	0,12	0,21	0,12	0,27
Stopa referencyjna NBP (%)**		1,00	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,10
EURPLN**		4,55	4,44	4,53	4,55	4,50	4,46	4,42	4,37	4,55	4,37	4,27
USDPLN**		4,13	3,95	3,86	3,73	3,78	3,72	3,65	3,58	3,73	3,58	3,42

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 11.01.2021 r.						
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-1,5		-0,8
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	-0,5		0,1
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Styczeń	-2,7		0,4
Środa 13.01.2021 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Styczeń	0,10	0,10	0,10
11:00	Strefa euro	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	2,1		0,2
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Listopad	2241	2154	1716
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Grudzień	0,2	0,4	0,4
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Grudzień	0,2	0,2	0,1
Czwartek 14.01.2021 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Grudzień	75,4		70,0
10:00	Niemcy	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	2020	0,6	-5,7	-5,1
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	787		785
Piątek 15.01.2021 r.						
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	3,0	2,6	2,6
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Styczeń	4,9		6,2
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Grudzień	-1,1	0,3	-0,2
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Grudzień	0,4	0,5	0,4
15:15	USA	Wykorzystanie mocy produkcyjnych (%)	Grudzień	73,3		73,5
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Styczeń	80,7	81,5	79,2
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Listopad	0,7		0,4

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters